

2021H1 业绩预告点评：省考提前叠加成本上升放大利润率波动，下半年有望回归正常水平 买入（维持）

2021年07月18日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,202	14,441	17,646	20,966
同比(%)	22.1%	28.9%	22.2%	18.8%
归母净利润(百万元)	2,304	2,838	3,549	4,214
同比(%)	27.7%	23.2%	25.0%	18.7%
每股收益(元/股)	0.37	0.46	0.58	0.68
P/E(倍)	40.04	32.50	26.00	21.90

投资要点

- **事件：**公司公告，预计2021H1实现归属于上市公司股东的净利润为亏损5,000万至15,000万元，2020年同期亏损为23,302.66万元，公司预计2021H1主营业务收入较上年同期预计增长70%以上。
- **投入加大，叠加省考超预期提前影响，放大2021H1利润率周期波动。**公司根据年度经营目标，不断加大研发、教学、市场以及OMO平台投入，积极开拓市场，不断提高市场占有率。2020年直营分支机构数量同比+51.18%，员工人数同比+28.0%，其中研发人员人数同比+47.49%，授课师人数同比+39.99%，2021Q1公司研发费用率明显提升，我们预计趋势或在2021Q2延续。公司披露2021H1比去年同期增加超500所分校，相比2020年年底增加超200个。
- **收入方面，上半年多省联考提前导致高峰收费期减少一个月，也导致客单价有所下降，上半年收入情况不及年初预期。**正常情况下，受考试周期影响，公司上半年的利润率一般低于全年平均，此前2019H1净利率为13.55%，2020H1受疫情影响出现亏损，在今年特殊经营环境及扩张节奏下，公司净利率波动进一步放大，但我们认为仍处合理水平。
- **看好需求恢复，疫情导致的负面影响有望在2021H2逐渐出清，行业竞争格局趋于稳定。**疫情对于招录政策、节奏都形成了影响，但我们预计随着国内疫情得到有效控制，后续各项招录均有望回归正常，我们维持看好非学历职业教育赛道的长期成长潜力，展望下半年，将逐渐步入新的公务员招录周期，同时看好考研、学历提升培训及技能培训等新增长点。经过2020H2及2021H1的激烈竞争，行业重新洗牌，供给扩张趋缓，竞争格局也逐渐有利于公司盈利能力的修复。
- **维持“买入”评级。**考虑到上半年考试政策变化及成本端增长对利润率的影响，我们谨慎考虑将2021-2023年的EPS从0.52/0.67/0.83元略下调至0.46/0.58/0.68元，当前市值对应2021-2023年PE为33/26/22倍。公司预计下半年网点扩张及师资增长将更加稳健，且OMO和设备投入收窄，我们预计下半年公司利润率将修复至正常水平，坚定看好赛道红利及公司竞争力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险，市场竞争加剧的风险，核心人才流失风险，经营管理风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.96
一年最低/最高价	14.85/43.58
市净率(倍)	20.89
流通A股市值(百万元)	23970.08

基础数据

每股净资产(元)	0.72
资产负债率(%)	72.39
总股本(百万股)	6167.40
流通A股(百万股)	1602.28

相关研究

- 1、《中公教育(002607)：公务员序列率先完成反弹，其他序列有望陆续复苏》2021-04-29
- 2、《中公教育(002607)：2020年业绩预告点评：疫情影响或基本得到消化，中长期依旧前景乐观》2021-03-26
- 3、《中公教育(002607)：定增有助缓解怀柔项目资金压力，长期提升竞争力及稳定性》2020-11-23

中公教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,423	15,316	15,631	23,062	营业收入	11,202	14,441	17,646	20,966
现金	5,950	11,741	11,990	19,313	减:营业成本	4,567	5,802	7,060	8,485
应收账款	21	10	28	17	营业税金及附加	13	60	70	81
存货	0	0	0	0	营业费用	1,812	2,238	2,735	3,250
其他流动资产	3,451	3,565	3,612	3,732	管理费用	2,331	2,816	3,353	3,984
非流动资产	4,996	5,544	6,057	6,554	研发费用	1,051	1,300	1,412	1,677
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	431	553	591	610
固定资产	1,613	1,919	2,198	2,462	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	214	242	267	299	加:投资净收益	257	200	244	290
无形资产	426	634	835	1,028	其他收益	336	100	10	10
其他非流动资产	2,743	2,749	2,757	2,764	资产处置收益	0	1	0	0
资产总计	14,419	20,860	21,688	29,615	营业利润	2,662	3,278	4,099	4,867
流动负债	10,039	13,638	10,917	14,631	加:营业外净收支	-1	0	-1	-1
短期借款	3,976	3,976	3,976	3,976	利润总额	2,661	3,278	4,098	4,866
应付账款	212	358	335	498	减:所得税费用	357	440	550	652
其他流动负债	5,851	9,304	6,605	10,157	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	105	109	109	109	归属母公司净利润	2,304	2,838	3,549	4,214
长期借款	0	4	4	4	EBIT	2,724	3,254	3,983	4,637
其他非流动负债	105	105	105	105	EBITDA	2,887	3,478	4,261	4,970
负债合计	10,144	13,746	11,025	14,740	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.37	0.46	0.58	0.68
归属母公司股东权益	4,275	7,114	10,662	14,876	每股净资产(元)	0.69	1.15	1.73	2.41
负债和股东权益	14,419	20,860	21,688	29,615	发行在外股份(百万股)	6167	6167	6167	6167
					ROIC(%)	34.9%	25.4%	23.6%	21.3%
					ROE(%)	53.9%	39.9%	33.3%	28.3%
					毛利率(%)	59.2%	59.8%	60.0%	59.5%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	20.6%	19.7%	20.1%	20.1%
经营活动现金流	4,882	6,905	1,377	8,463	资产负债率(%)	70.4%	65.9%	50.8%	49.8%
投资活动现金流	-1,109	-566	-538	-530	收入增长率(%)	22.1%	28.9%	22.2%	18.8%
筹资活动现金流	-548	-548	-590	-610	净利润增长率(%)	27.7%	23.2%	25.0%	18.7%
现金净增加额	3,226	5,791	249	7,322	P/E	40.04	32.50	26.00	21.90
折旧和摊销	164	225	277	333	P/B	21.58	12.97	8.65	6.20
资本开支	1,325	548	513	497	EV/EBITDA	30.93	24.01	19.55	15.28
营运资本变动	2,492	3,496	-2,788	3,606					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>